

GS건설 (006360)

주택시장 둔화세 초입, 자본투자 방향성이 중요해질 것

3Q19 실적 컨센서스 하회

GS건설의 2019년 3분기 실적은 매출액 2,41조원으로 전년비 24% 감소하고, 영업이익은 1,877억원으로 전년비 21% 감소하였다. 시장 컨센서스를 하회한 실적이며 특히 매출액이 계절 영향과 추석연휴로 인한 Working days의 감소 영향을 받았고, 해외현장 종료 발 판관비 상승의 영향이 컸다. 환관련 467억원의 평가이익이 발생하여 세전이익은 2,395억원으로 전년비 54% 증가했고, 지배순이익은 1,675억원으로 전년비 24% 증가하였다.

해외/주택 가이던스 하회 속 연결대상의 성장세 주목

해외수주는 1조원으로 목표대비 미흡하고, 연간 전체 수주 역시 13.4조원 대비 다소 미흡한 9.5조원으로 전망한다. 매출보다 감소한 수준인데, 매출 역시 가이던스 11.8조원 대비 미흡한 10.5조원 수준에서 마감할 것으로 전망한다. 탐라인 감소에 따른 역성장 우려로 주가 역시 부진한 상태다. 그러나 2020년부터는 현 스페인의 이니마 지분을 100%로 늘리고, 브라질의 수처리기업을 추가인수하는 등 연결대상 부문의 실적증가를 기대해 볼만하다. 상장 추진 중인 자이에 스앤디도 매출반영 등을 고려하면 '20년은 연결대상에서만 8,000억대 매출단 성장이 기대된다. 또 베트남 사업 역시 2020년부터 나베, 푸미엔 등을 중심으로 진행되며 손익에 기여할 것으로 기대된다.

TP 6→4.5만원 하향, 자본투자 방향성이 중요

GS건설의 목표주가를 종전 6만원에서 신규 4.5만원으로 25%하향한다. Implied NOPLAT을 주택시장 업황과 분양물량을 고려 5,889억원에서 4,771억원으로 감소시킨 결과다. 주택시장 규제 속 성장원은 자본투자가 집행된 송도 토지매입이나 이니마 등이다. 건설사의 자본투자 방향성과 ROIC 또는 주주환원정책이 주가 향배를 결정할 것으로 판단한다. 이 부문에서 GS건설은 긍정적 행보 진행 중이다. 다만, 주택수주 경쟁심화 및 공급지연 등의 영향으로, 단기 주가흐름은 다소 부진할 것으로 판단한다.

Earnings Review

BUY

| TP(12M): 45,000원(하향) | CP(10월 28일): 30,950원

Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,093.60
52주 최고/최저(원)	47,750/30,600
시가총액(십억원)	2,473.7
시가총액비중(%)	0.21
발행주식수(천주)	79,924.4
60일 평균 거래량(천주)	326.0
60일 평균 거래대금(십억원)	10.6
18년 배당금(예상, 원)	1,200
18년 배당수익률(예상, %)	3.88
외국인지분율(%)	30.75
주요주주 지분율(%)	
허창수 외 17인	25.59
국민연금	13.27
주가상승률	1M 6M 12M
절대	(3.9) (21.7) (27.3)
상대	(5.9) (18.5) (29.7)

Consensus Data

	2019	2020
매출액(십억원)	10,587.3	10,867.6
영업이익(십억원)	809.9	824.5
순이익(십억원)	527.0	533.1
EPS(원)	6,514	6,600
BPS(원)	50,608	56,413

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	십억원	11,679.5	13,139.4	10,511.3	10,907.6	11,088.4
영업이익	십억원	318.7	1,064.5	798.0	800.6	813.0
세전이익	십억원	(160.7)	835.0	848.8	800.6	853.0
순이익	십억원	(168.4)	582.1	619.9	584.9	629.5
EPS	원	(2,359)	7,713	7,764	7,318	7,877
증감률	%	적지	흑전	0.7	(5.7)	7.6
PER	배	N/A	5.67	3.99	4.23	3.93
PBR	배	0.63	0.97	0.60	0.54	0.48
EV/EBITDA	배	9.56	3.43	3.62	3.46	3.13
ROE	%	(5.22)	17.34	16.23	13.49	13.02
BPS	원	45,246	45,130	51,625	57,754	64,144
DPS	원	300	1,000	1,200	1,500	1,500



Analyst 채상욱
02-3771-7269
swchae@hanafn.com

RA 이송희
02-3771-3673
shlee95@hanafn.com

3Q19 실적 컨센서스 하회

GS건설의 2019년 3분기 실적은 매출액 2,41조원으로 전년비 24% 감소하고, 영업이익은 1,877억원으로 전년비 21% 감소하였다. 시장 컨센서스를 하회한 실적이며 특히 매출액이 계절 영향과 추석연휴로 인한 Working days의 감소 영향을 받았고, 해외현장 종료 발 관관비 상승의 영향이 컸다.

환관련 467억원의 평가이익이 발생하여 세전이익은 2,395억원으로 전년비 54% 증가했고, 지배순이익은 1,675억원으로 전년비 24% 증가하였다.

표 1. GS건설 분기실적 핵심표

(단위: 십억원, %)

구분	2018	2019F	2020F	1Q19	2Q19	3Q19A	4Q19F	1Q20F	2Q20F	3Q20F	4Q20F
연결매출	13,139.4	10,511.3	10,907.6	2,601.9	2,575.0	2,441.6	2,892.9	2,617.8	2,836.0	2,617.8	2,836.0
YoY Growth	12.5%	-20.0%	3.8%	-16.8%	-28.1%	-23.6%	-10.9%	0.6%	10.1%	7.2%	-2.0%
건설	13,061.0	10,411.3	10,107.6	2,581.0	2,552.0	2,424.0	2,854.3	2,425.8	2,628.0	2,425.8	2,628.0
토목	1,116.0	938.0	958.7	230.0	215.0	208.0	285.0	230.1	249.3	230.1	249.3
주택/건축	7,140.0	6,194.7	5,963.1	1,514.0	1,579.0	1,393.0	1,708.7	1,431.1	1,550.4	1,431.1	1,550.4
플랜트(화공)	4,375.0	3,278.7	3,185.8	837.0	758.0	823.0	860.7	764.6	828.3	764.6	828.3
비건설	100.0	100.0	800.0	20.9	23.0	17.6	38.5	192.0	208.0	192.0	208.0
매출원가	11,511.8	9,127.8	9,539.8	2,247.9	2,228.9	2,111.8	2,539.1	2,289.5	2,480.3	2,289.5	2,480.3
건설	11,407.8	9,043.0	8,835.8	2,230.4	2,209.4	2,096.9	2,506.4	2,120.6	2,297.3	2,120.6	2,297.3
토목	1,041.0	864.9	882.0	211.4	207.0	184.3	262.2	211.7	229.3	211.7	229.3
주택	6,072.6	5,233.4	5,038.8	1,297.5	1,323.2	1,160.4	1,452.4	1,209.3	1,310.1	1,209.3	1,310.1
플랜트	3,896.2	2,944.7	2,915.0	721.5	679.2	752.2	791.8	699.6	757.9	699.6	757.9
비건설	125.7	84.8	704.0	17.6	19.5	15.0	32.7	169.0	183.0	169.0	183.0
매출총이익	1,627.6	1,383.5	1,367.8	354.1	342.0	329.8	353.7	328.3	355.6	328.3	355.6
GPM	12.4%	13.2%	12.5%	13.6%	13.3%	13.5%	12.2%	12.5%	12.5%	12.5%	12.5%
건설	1,653.2	1,368.3	1,271.8	350.6	342.6	327.1	348.0	305.2	330.7	305.2	330.7
토목	75.0	73.1	76.7	18.6	8.0	23.7	22.8	18.4	19.9	18.4	19.9
주택	1,067.4	961.2	924.3	216.5	255.8	232.6	256.3	221.8	240.3	221.8	240.3
플랜트	478.8	334.0	270.8	115.5	78.8	70.8	68.9	65.0	70.4	65.0	70.4
비건설	-25.6	15.2	96.0	3.3	3.4	2.6	5.8	23.0	25.0	23.0	25.0
판매비	563.1	585.5	567.2	162.7	136.1	142.1	144.6	136.1	147.5	136.1	147.5
판매비율	4.3%	5.6%	5.2%	6.3%	5.3%	5.8%	5.0%	5.2%	5.2%	5.2%	5.2%
영업이익	1,064.5	798.0	800.6	191.4	205.9	187.7	209.1	192.1	208.1	192.1	208.1
YoY Growth	234.0%	-25.0%	0.3%	-50.9%	-6.1%	-19.6%	-5.9%	0.4%	1.1%	2.4%	-0.5%
OPM	8.1%	7.6%	7.3%	7.4%	8.0%	7.7%	7.2%	7.3%	7.3%	7.3%	7.3%
건설	1,094.3	788.3	746.2	189.2	207.7	186.1	205.3	179.1	194.0	179.1	194.0
비건설	-29.9	9.7	54.4	2.0	2.2	1.6	3.9	13.1	14.1	13.1	14.1

자료: 하나금융투자

해외/주택 가이던스 하회 속 연결대상의 성장세 주목

해외수주는 1조원으로 목표대비 미흡하고, 연간 전체 수주 역시 13.4조원 대비 다소 미흡한 9.5조원으로 전망한다. 매출보다 감소한 수준인데, 매출 역시 가이던스 11.8조원 대비 미흡한 10.5조원 수준에서 마감할 것으로 전망한다. 탑라인 감소에 따른 역성장 우려로 주가 역시 부진한 상태다.

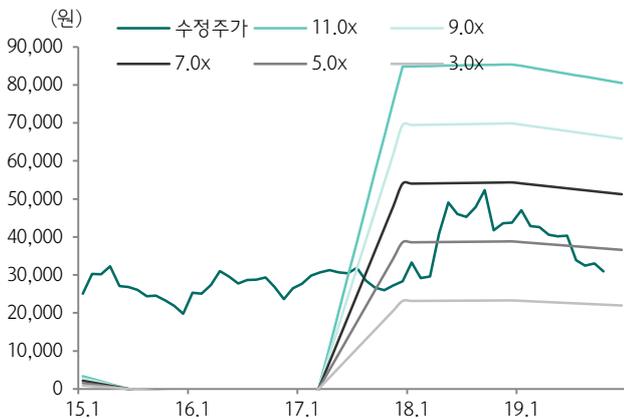
그러나 2020년부터는 현 스페인의 이니마 지분을 100%로 늘리고, 브라질의 수처리기업을 추가인수하는 등 연결대상 부문의 실적증가를 기대해 볼만하다. 상장 추진 중인 자이에스앤디도 매출반영 등을 고려하면 '20년은 연결대상에서만 8,000억대 매출단 성장이 기대된다. 또 베트남 사업 역시 2020년부터 나베, 뚜띠엔 등을 중심으로 진행되며 손익에 기여할 것으로 기대된다.

표 2. GS건설 밸류에이션 테이블

구분	항목	값
영업가치(A)	Implied NOPLAT	471.1
	Target Multiple	9.0
	영업가치 소계	4,240.3
비영업 가치(B)	투자부동산 가치 등	0.0
	NAV 할인	0.0
순차입금(C)		523.4
Total(A+B-C)		3,716.9
주식 수(천 주)	보통주	79,231.8
	전환사채	2,324.0
	전환사채(34,151원/주)	2,665.0
TP(회석 반영-KRW)		45,000
price(현재가격-KRW)		30,950
upside(%)		45.4
종전TP		60000
변화		-25.0%

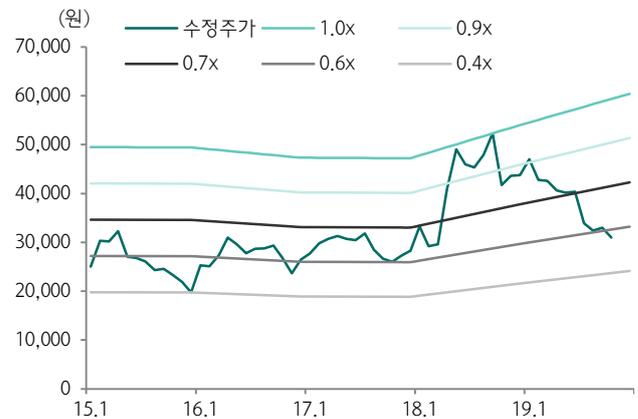
자료: 하나금융투자

그림 1. GS건설 12M Fwd PER 밴드



자료: 하나금융투자

그림 2. GS건설 12M Fwd PBR 밴드



자료: 하나금융투자

추정 재무제표

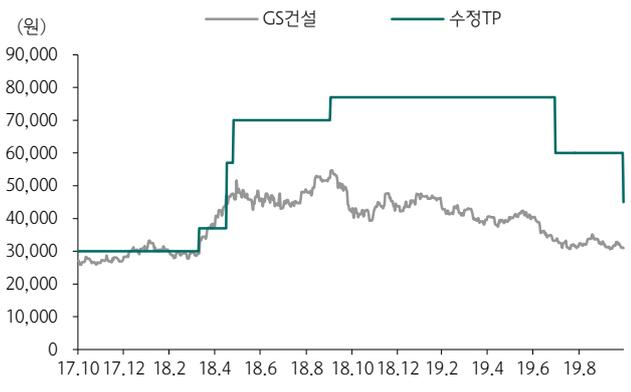
손익계산서	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	11,679.5	13,139.4	10,511.3	10,907.6	11,088.4
매출원가	10,876.1	11,511.8	9,127.8	9,539.8	9,698.7
매출총이익	803.4	1,627.6	1,383.5	1,367.8	1,389.7
판관비	484.7	563.1	585.5	567.2	576.6
영업이익	318.7	1,064.5	798.0	800.6	813.0
금융손익	(16.0)	(176.6)	(1.4)	20.0	60.0
중속/관계기업손익	(6.1)	6.5	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	(457.3)	(59.3)	52.1	(20.0)	(20.0)
세전이익	(160.7)	835.0	848.8	800.6	853.0
법인세	2.9	247.6	222.4	209.8	223.5
계속사업이익	(163.7)	587.4	626.4	590.8	629.5
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	(163.7)	587.4	626.4	590.8	629.5
비지배주주지분 순이익	4.7	5.3	6.5	5.9	0.0
지배주주순이익	(168.4)	582.1	619.9	584.9	629.5
지배주주지분포괄이익	(123.8)	565.1	625.8	590.2	628.9
NOPAT	324.5	748.8	588.9	590.8	600.0
EBITDA	375.8	1,118.1	851.6	859.1	871.0
성장성(%)					
매출액증가율	5.8	12.5	(20.0)	3.8	1.7
NOPAT증가율	흑전	130.8	(21.4)	0.3	1.6
EBITDA증가율	78.3	197.5	(23.8)	0.9	1.4
영업이익증가율	122.9	234.0	(25.0)	0.3	1.5
(지배주주)순이익증가율	적지	흑전	6.5	(5.6)	7.6
EPS증가율	적지	흑전	0.7	(5.7)	7.6
수익성(%)					
매출총이익률	6.9	12.4	13.2	12.5	12.5
EBITDA이익률	3.2	8.5	8.1	7.9	7.9
영업이익률	2.7	8.1	7.6	7.3	7.3
계속사업이익률	(1.4)	4.5	6.0	5.4	5.7
투자지표					
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	(2,359)	7,713	7,764	7,318	7,877
BPS	45,246	45,130	51,625	57,754	64,144
CFPS	7,303	18,365	12,064	11,604	12,216
EBITDAPS	5,264	14,814	10,665	10,749	10,898
SPS	163,602	174,097	131,649	136,473	138,736
DPS	300	1,000	1,200	1,500	1,500
추가지표(배)					
PER	N/A	5.7	4.0	4.2	3.9
PBR	0.6	1.0	0.6	0.5	0.5
PCFR	3.9	2.4	2.6	2.7	2.5
EV/EBITDA	9.6	3.4	3.6	3.5	3.1
PSR	0.2	0.3	0.2	0.2	0.2
재무비율(%)					
ROE	(5.2)	17.3	16.2	13.5	13.0
ROA	(1.2)	4.5	4.9	4.4	4.6
ROIC	11.1	28.6	22.9	19.8	18.2
부채비율	322.8	232.0	216.2	190.1	169.8
순부채비율	46.0	7.8	12.5	8.8	3.1
이자보상배율(배)	1.7	7.9	7.5	6.8	6.8

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
유동자산	9,582.3	7,828.2	8,302.1	8,501.3	8,860.8
금융자산	2,812.4	2,033.9	2,250.1	2,411.3	2,704.7
현금성자산	2,442.3	1,592.6	1,848.7	2,004.0	2,294.6
매출채권 등	4,689.1	4,151.3	4,275.8	4,489.6	4,714.1
재고자산	1,090.7	1,034.2	930.8	837.7	753.9
기타유동자산	990.1	608.8	845.4	762.7	688.1
비유동자산	4,114.3	4,205.1	4,891.8	5,038.6	5,112.7
투자자산	991.7	977.1	1,164.5	1,199.7	1,211.8
금융자산	947.3	673.4	875.5	908.5	926.6
유형자산	897.5	841.0	918.4	1,040.0	1,111.5
무형자산	209.5	215.7	304.8	294.6	285.1
기타비유동자산	2,015.6	2,171.3	2,504.1	2,504.3	2,504.3
자산총계	13,696.6	12,033.3	13,193.9	13,539.8	13,973.5
유동부채	8,581.3	6,359.7	6,653.1	6,446.0	6,326.5
금융부채	3,061.2	1,118.2	1,113.4	1,125.6	1,136.6
매입채무 등	4,676.5	4,367.2	4,803.9	4,563.7	4,426.8
기타유동부채	843.6	874.3	735.8	756.7	763.1
비유동부채	1,875.6	2,048.9	2,368.5	2,425.7	2,468.1
금융부채	1,018.0	1,147.2	1,647.2	1,677.2	1,707.2
기타비유동부채	857.6	901.7	721.3	748.5	760.9
부채총계	10,456.9	8,408.6	9,021.6	8,871.7	8,794.6
지배주주지분	3,167.3	3,548.5	4,089.6	4,579.5	5,090.2
자본금	358.4	397.2	397.2	397.2	397.2
자본잉여금	627.2	811.8	811.8	811.8	811.8
자본조정	(87.2)	(77.0)	(77.0)	(77.0)	(77.0)
기타포괄이익누계액	(65.4)	(70.5)	(70.5)	(70.5)	(70.5)
이익잉여금	2,334.3	2,487.1	3,028.2	3,518.1	4,028.8
비지배주주지분	72.4	76.2	82.7	88.6	88.6
자본총계	3,239.7	3,624.7	4,172.3	4,668.1	5,178.8
순금융부채	1,489.9	284.3	523.4	410.4	160.7
현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	(205.5)	1,032.9	540.9	420.3	504.2
당기순이익	(163.7)	587.4	626.4	590.8	629.5
조정	530.8	549.1	54.5	59.5	59.0
감가상각비	57.1	53.6	53.6	58.5	58.0
외환거래손익	118.3	(31.1)	0.0	0.0	0.0
지분법손익	6.1	(7.9)	0.0	0.0	0.0
기타	349.3	534.5	0.9	1.0	1.0
영업활동 자산부채 변동	(572.6)	(103.6)	(140.0)	(230.0)	(184.3)
투자활동 현금흐름	13.5	(234.8)	(700.3)	(211.2)	(134.8)
투자자산감소(증가)	(27.4)	21.1	(187.3)	(35.2)	(12.1)
유형자산감소(증가)	(5.3)	14.7	(120.0)	(170.0)	(120.0)
기타	46.2	(270.6)	(393.0)	(6.0)	(2.7)
재무활동 현금흐름	300.0	(1,655.6)	415.6	(53.8)	(78.8)
금융부채증가(감소)	436.0	(1,813.8)	495.2	42.2	41.0
자본증가(감소)	19.7	223.4	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(155.0)	(44.1)	(0.9)	(1.0)	(1.0)
배당지급	(0.7)	(21.1)	(78.7)	(95.0)	(118.8)
현금의 증감	86.0	(849.7)	256.1	155.3	290.6
Unlevered CFO	521.4	1,386.1	963.3	927.5	976.4
Free Cash Flow	(226.3)	1,019.3	420.9	150.3	384.2

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

GS건설



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
19.10.29	BUY	45,000		
19.7.30	BUY	60,000	-46.18%	-41.50%
18.10.2	BUY	77,000	-44.91%	-28.96%
18.5.25	BUY	70,000	-32.89%	-24.29%
18.5.16	BUY	57,000	-18.63%	-16.49%
18.4.9	BUY	37,000	3.06%	26.35%
17.10.29	Neutral	30,000	-3.75%	10.83%

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용
- 기업의 분류
 - BUY(매수)_ 목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
 - Neutral(중립)_ 목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
 - Reduce(매도)_ 목표주가가 현주가 대비 -15% 이상 하락 가능
- 산업의 분류
 - Overweight(비중확대)_ 업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
 - Neutral(중립)_ 업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
 - Underweight(비중축소)_ 업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	89.8%	10.2%	0.0%	100.0%

* 기준일: 2019년 10월 28일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(채상욱)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2019년 10월 29일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(채상욱)는 2019년 10월 29일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임 소재의 증명자료로 사용될 수 없습니다.